

금호석유 (011780)

환골탈태(換骨奪胎): 타이어의 트랩에서 벗어날 때가 되었다

실적 서프라이즈 지속. 타이어의 트랩에서 벗어날 때

최근 13번의 실적발표 중 9번 째 서프라이즈가 1Q20에 달성되었다. 향후 추정치 또한 지나치게 낮아 연간 컨센서스는 추가적으로 상향될 여지가 높다. 지난 3년 간의 실적 발표에서 유난히 많은 서프라이즈가 연출된 배경은 합성고무 사업의 추정치가 지나치게 낮았기 때문이다. 이는 '합성고무 사업은 곧 타이어'라는 해묵은 고정관념에 근거한다. 이로 인해, 합성고무의 영업이익이 6년 연속 증익을 시현하고 있다는 사실조차 인지하지 못하는 투자자가 많다. 타이어 부진에도 불구하고 호실적 지속의 원인은 사업구조의 변화에 근거한다.

합성고무 사업의 구조적인 변화가 진행 중

1) SBR/BR을 특수고무로 변환하고 있다. 2019년 NB Latex 18만톤/년 추가 증설은 저용 가동 중이었던 SBR 12.8만톤 라인을 설비 전환한 케이스다. 또한 2020년 하반기에 예정된 SBS 4.5만톤/년 증설(신규 발표) 또한 기존 범용고무 설비를 전환할 것으로 파악된다. 2) 성장성 높은 NB Latex를 핵심 합성고무 사업으로 육성 중이다. 2016년 20만톤/년에 불과하던 NB Latex는 2019년 기준 58만톤/년으로 3배 가량 늘어났으며, 이번 실적 발표를 통해 하반기(11월 가동) 6만톤/년의 추가 증설 계획을 제시했다. 결론적으로, Capa 뿐만 아니라, 실질적인 판매량도 NB Latex를 포함한 NBR, SBS, SB Latex, NdBR 등 특수고무가 범용보다 높다.

호실적과 고객사의 높은 Valuation을 감안해 목표가 상향

2020~21년 추정치를 20% 상향하면서 목표가도 기존 9.5만원에서 11만원으로 상향한다. NB Latex 중심의 합성고무 실적 개선세가 뚜렷하다. 고객사인 글로벌 Top 4 니트릴 장갑 업체 및 NB Latex 경쟁사인 3위 Nantex 또한 주가가 사상 최고가를 갱신했다. 이들은 높은 매출액 증가와 이익 증가에 따른 높은 Valuation도 인정받고 있다. 참고로, 고객사의 PER은 30~50배이며, 경쟁사 Nantex의 PER은 13배 수준이다. 반면, 금호석유는 여타 사업부를 감안하더라도 PER 5.2배로 절대 저평가 상태다. ROE 대비 PBR 또한 극심한 저평가다. 고정관념을 바꾸는 순간 주가 Upside는 더욱 많이 보일 것이다. Strong BUY의견을 제시한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 110,000원(상향) | CP(5월 8일): 72,100원

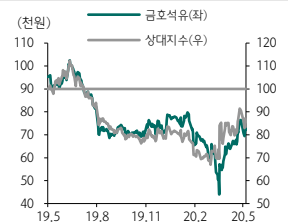
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,945.82
52주 최고/최저(원)	102,500/43,950
시가총액(십억원)	2,196.7
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	30,467.7
60일 평균 거래량(천주)	205.7
60일 평균 거래대금(십억원)	13.3
20년 배당금(예상, 원)	2,000
20년 배당수익률(예상, %)	2.77
외국인지분율(%)	29.34
주요주주 지분율(%)	
박철완 외 8인	24.87
국민연금공단	9.17
주가상승률	1M 6M 12M
절대	12.5 (5.6) (23.7)
상대	4.5 3.7 (15.0)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	4,581.9	4,856.3
영업이익(십억원)	324.6	374.8
순이익(십억원)	263.0	308.3
EPS(원)	7,827	9,176
BPS(원)	101,784	110,627

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	5,584.9	4,977.9	4,410.0	4,473.9	4,631.2
영업이익	십억원	554.6	367.8	544.5	626.7	791.3
세전이익	십억원	616.9	379.3	568.9	662.8	834.0
순이익	십억원	491.2	294.6	454.2	503.7	633.7
EPS	원	14,667	8,796	13,561	15,039	18,921
증감률	%	130.0	(40.0)	54.2	10.9	25.8
PER	배	5.95	8.81	5.32	4.79	3.81
PBR	배	1.22	0.97	0.78	0.68	0.59
EV/EBITDA	배	5.25	6.00	3.67	2.64	1.88
ROE	%	23.45	11.84	16.02	15.42	16.77
BPS	원	71,284	79,684	92,025	105,393	122,644
DPS	원	1,350	1,500	2,000	2,000	1,500



Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com@hanafn.com

RA 손진원
02-3771-3811
jwshon@hanafn.com

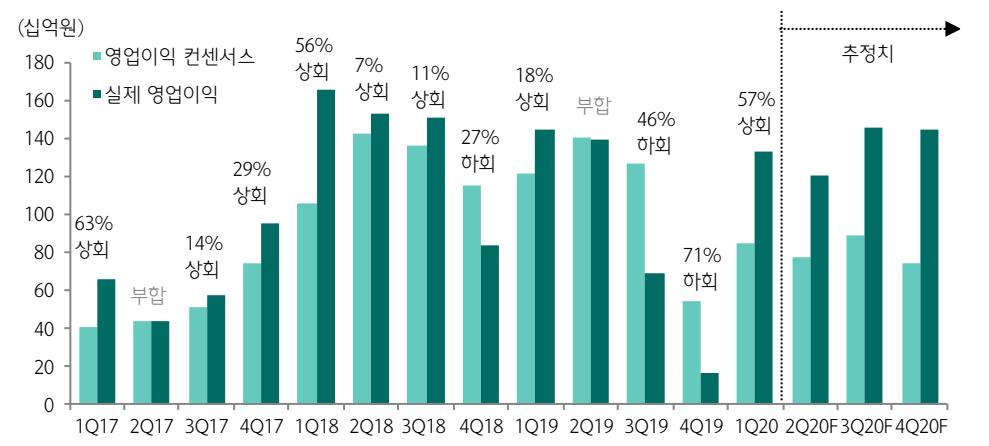
1. 최근 13번의 실적발표 중 9번 째 서프라이즈, 비결은?

최근 13번의 분기 실적발표 중에서 9번 째 실적 서프라이즈가 1Q20에 달성

최근 13번의 분기 실적발표 중에서 9번 째 실적 서프라이즈가 1Q20에 달성되었다. 특히, 지난 3년 간 실적 서프라이즈를 시현할 때와 동일한 패턴으로 상향된 컨센서스를 훌쩍 넘어섰다는 점이 고무적이다. 현 시점에서 추정된 2Q20 이후 영업이익 컨센서스 또한 1Q20 실적과 현재의 마진 등을 감안할 때 지나치게 낮다. 따라서, 2Q20 이후 추정치는 추가적으로 조정되면서 연간 실적 추정치 상향을 견인할 가능성이 높다. 그렇다면, 왜 지난 3년 간 영업이익 컨센서스 추정치는 이렇게 낮았을까?

최근 13번의 실적 발표 중에서 9번 째 서프라이즈 시현 2Q20 이후에도 서프라이즈 지속될 전망

그림 1. 금호석유의 최근 13번의 영업이익과 컨센서스와의 비교



자료: KIA, 하나금융투자

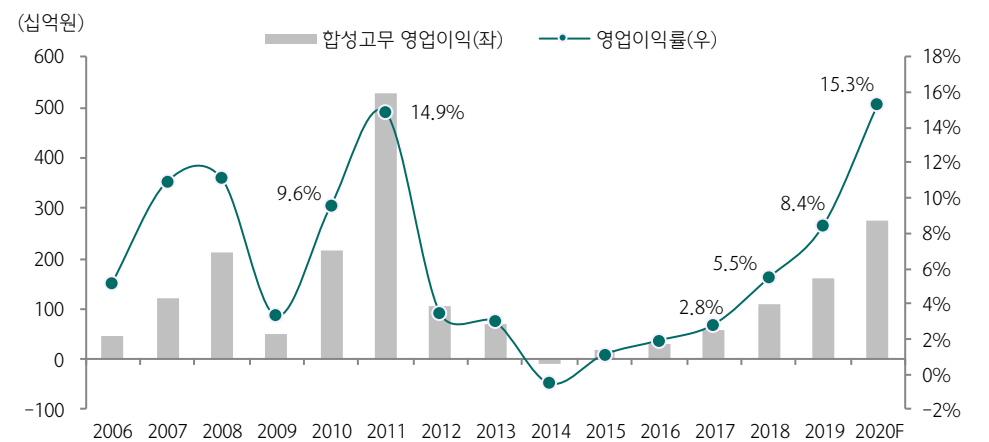
2. 합성고무 6년 연속 증익 전망. 컨센 과소 추정의 핵심 요인

금호석유 합성고무의 영업이익은 6년 연속 증익

금호석유의 아이덴티티는 ‘합성고무’업체다. SBR/BR 모두 글로벌 1위이며, NB Latex 또한 1위이기 때문이다. 실제 ‘차화정’시절 주가 10배 상승을 주도했던 아이템도 SBR/BR이었다. 하지만, 문제는 과거 ‘타이어 관련주의 트랩’에 갇혀 ‘합성고무는 곧 타이어 원재료’로 오해하는 투자자가 많다는 점이다. 실제, 지난 3년 간 타이어 수요가 부진한데 금호석유의 주가가 되겠냐는 질문을 수도 없이 받았다. 하지만, 금호석유 합성고무의 영업이익이 6년 연속 증익되고 있다는 사실을 아는 투자자 또한 많지 않다.

그림 2. 금호석유의 합성고무 영업이익과 이익률 추이

금호석유 합성고무 영업이익 6년 연속 증익 추세 2020년 OPM은 2011년에 육박



자료: 하나금융투자

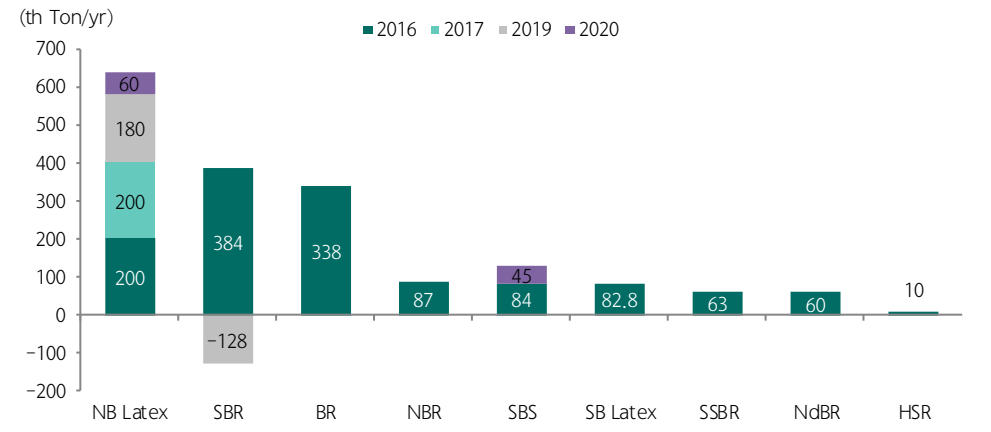
3. 타이어의 트랩에서 벗어날 때도 되었다. 사업구조 변화를 보자

금호석유의 합성고무 사업부는 과거 대비 구조적인 측면에서 꾸준한 변화가 나타나

금호석유의 합성고무 사업부는 과거 대비 구조적인 측면에서 꾸준한 변화가 나타나고 있다. 1) **범용고무 사업의 단계적인 축소 및 특수고무로의 설비 전환**: SBR/BR 등 범용고무를 특수고무로 변환하는 과정이 진행 중이다. 2019년 NB Latex 18만톤/년 추가 증설은 저율 가동 중이었던 SBR 12.8만톤 라인을 설비 전환한 케이스다. 또한 2020년 하반기에 예정된 SBS 4.5만톤/년 증설 또한 기존 범용고무 설비를 전환할 것으로 파악된다. 2) **성장성 높은 NB Latex를 핵심 합성고무 사업으로 육성**: 2016년 20만톤/년에 불과하던 NB Latex는 2019년 기준 58만톤/년으로 3배 가량 늘어났으며, 이번 실적 발표를 통해 하반기(11월 가동) 6만톤/년의 추가 증설 계획을 제시했다. 특히, 2019년 말 신규 증설된 NB Latex의 가동률이 증설 이후 거의 Full 수준에 육박한 것을 감안할 때, 2019년 대비 2020년에 합성고무 사업 영업이익은 구조적인 개선이 가능하다. 왜냐하면, 2019년에는 저율 가동 SBR 12.8만톤/년 라인에서 발생하는 고정비 부담까지도 완벽하게 제거되기 때문이다. 3) **결론적으로 SBR/BR보다 NB Latex를 포함한 특수 고무가 사업의 Main**: 2020년 말 기준 NB Latex Capa는 64만톤/년이며, SBR/BR Capa는 60만톤/년으로 NB Latex의 Capa가 SBR/BR을 넘어선다. 특히, SBR/BR의 가동률이 70~80% 수준에 불과하다는 점을 감안하면 실질적인 판매량은 이제 NB Latex를 포함한 NBR, SBS, SB Latex, NdBR 등 특수고무가 더 높은 비중을 차지한다.

2020년 기준 SBR/BR보다 NB Latex의 Capa가 더 크다

그림 3. 금호석유 합성고무 사업부 내에서 개별 제품의 Capa 비교



자료: 하나금융투자

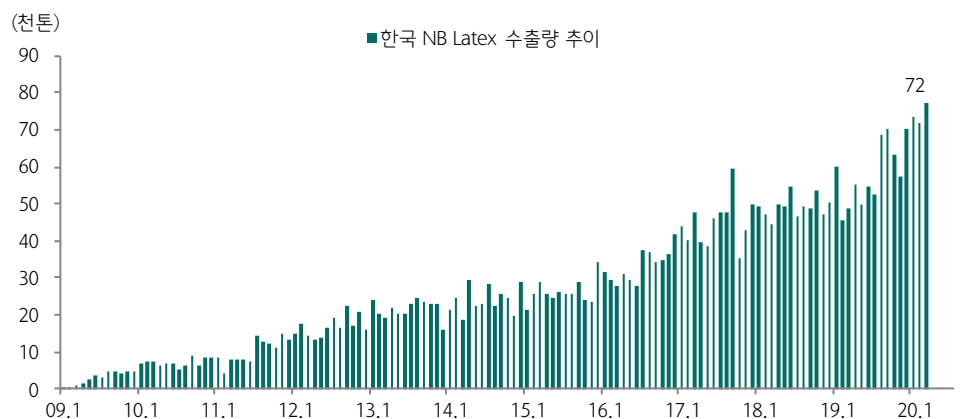
금호석유의 합성고무 사업부는
과거 대비 구조적인 측면에서
꾸준한 변화가 나타나

4. NB Latex의 성장성 가히 폭발적. 수익성 또한 높을 것

2019년 하반기부터 한국의 NB Latex 수출량은 사상 최대치를 지속 갱신 중이다. 이는 금호석유의 증설분 반영 영향이며, 2020년 하반기 금호석유의 추가적인 6만톤/년 증설을 감안하면 2021년까지 한국의 월별 NB Latex 수출량은 사상 최대치 갱신 행진을 지속할 것이다. 수출의 80% 가량은 말레이시아로 향한다. 이는 NB Latex를 통해 니트릴 장갑을 제조하는 글로벌 Top Player가 대부분 말레이에 위치하기 때문이다. Capa기준 글로벌 No.1은 말레이 Top Glove인데, 동사는 기존의 자연 성장에 더해 최근 코로나19로 인한 의료/위생용 니트릴 장갑 수요 급증으로 최근 모든 Capa를 Full 가동 중이며, 주문이행에 필요한 Lead Time 또한 30일에서 150일로 길어졌다고 밝혔다. 또한, 태국 Sri Trang은 천연고무 생산업체인데, 최근 의료용 장갑제조 업체인 자회사 Sri Trang Glove를 IPO하여 생산설비 증설을 추진할 전망이다. 증설 추진의 이유는 코로나19로 인한 제품 수요 급증 때문인 것으로 판단된다. 이러한 니트릴 장갑의 폭발적인 수요 성장에 근거해 금호석유 또한 2020년 하반기에 추가적인 증설을 결정한 것이다. 금호석유가 M/S 35%의 1위 업체임을 감안하면 NB Latex의 수급은 매우 타이트한 것으로 파악되며, 이로 인해 높은 수익성이 창출되고 있는 것으로 추정한다.

한국의 NB Latex 수출량 추이
사상 최대치를 지속 갱신 중

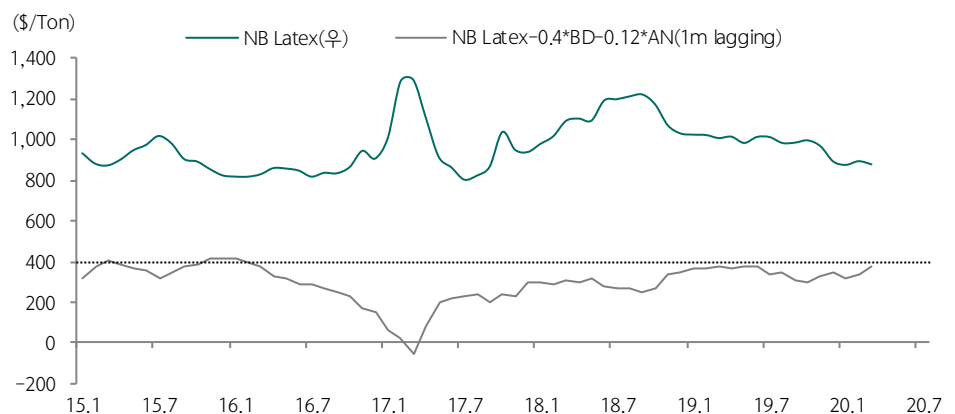
그림 4. 한국의 NB Latex 수출량 추이. 사상 최대치를 지속 갱신 중



자료: 하나금융투자

1Q20 마진율은 2Q19에 육박

그림 5. NB Latex의 마진 추이. 1m Lagging 기준



자료: 하나금융투자

5. NB Latex 관련업체의 주가는 사상 최고가 행진 중

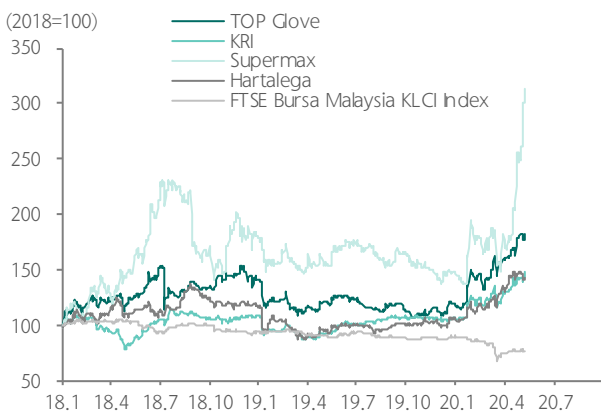
니트릴 장갑업체의 주가 사상 최고치 갱신 중

NB Latex의 고객사인 글로벌 니트릴 장갑 Top 4 업체(모두 말레이 업체)의 주가는 고공 행진 중이다. 연초 대비 주가 상승률은 Supermax +114%, Top Glove +55%, KRI +42%, Hartalega +35% 등으로 40~110% 가량의 주가 급등세를 나타냈다. 특히, Top 4업체의 시총 합산은 약 15조원 내외로, 이는 말레이시아 증시에서 Top 10에 드는 규모다. 즉, 고객사의 주가 상승은 단순히 중소형주와 같은 테마 이슈가 아니라, 말레이시아 증시를 이끄는 메인 산업이다. 참고로, 코로나19 이전인 4Q19 Top 4 업체의 매출액은 사상 최대치를 기록했는데, 1Q20에는 코로나19 영향으로 사상 최대치의 매출을 재차 갱신할 것으로 예상된다. 이러한 성장성이 주가에 반영되고 있는 것으로 판단된다.

NB Latex 3위 업체 주가 호조

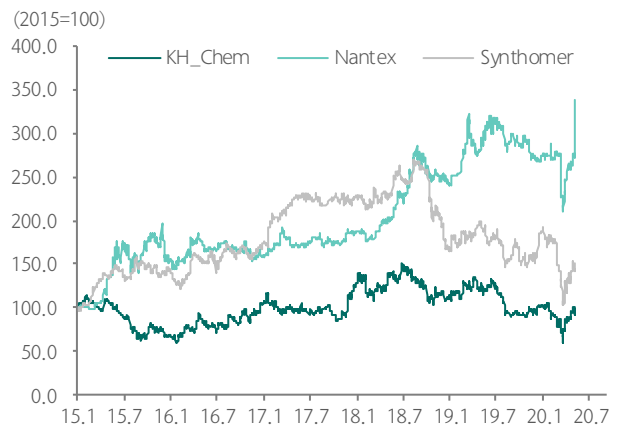
최근에는 NB Latex 3위 업체 대만 Nantex의 주가 상승세가 가파르다. 연초 대비 23%의 주가상승률을 기록 중이며, 특히 최근 호실적이 발표되면서 주가는 사상 최고가를 갱신하고 있다. 참고로, Nantex의 시총은 약 7천억원 가량이며, NB Latex Capa는 27만톤/년 내외로 금호석유의 절반 수준에 불과하며, NBR Capa는 7만톤/년으로 금호석유의 8.7만톤/년과 거의 유사하다.

그림 6. 말레이 니트릴 장갑 글로벌 Top 4 업체의 주가는 사상 최고가



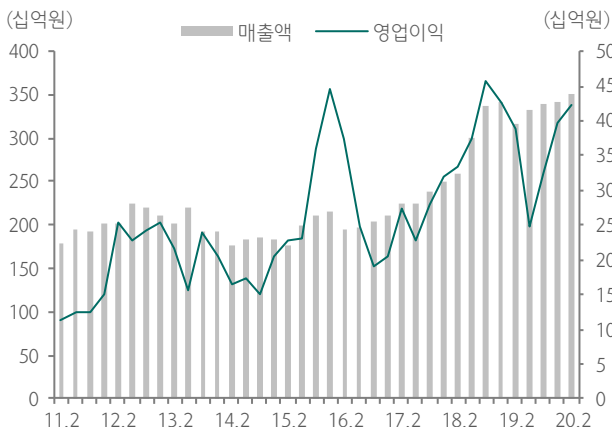
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 7. NB Latex 3위 업체 Nantex의 주가 또한 사상 최고가



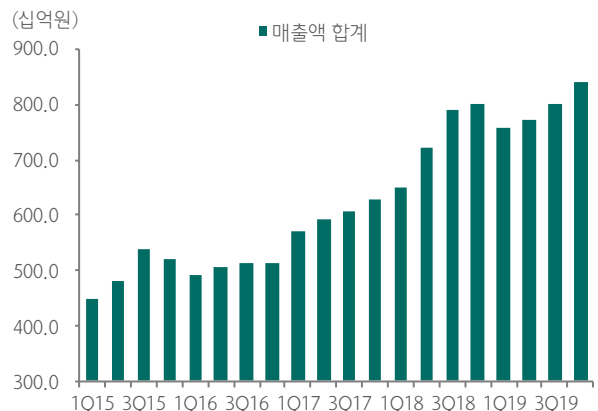
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 8. Top Glove의 1Q20 매출액은 사상 최대치 갱신



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 9. 니트릴 장갑 Top 4 업체의 매출액 합계. 4Q19 사상 최대



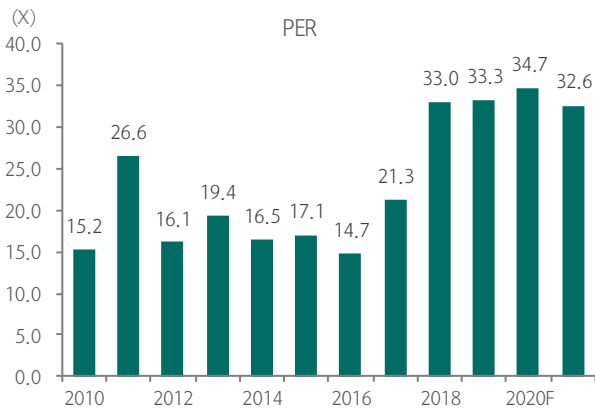
자료: Bloomberg, 하나금융투자

5. 고객사 PER 30~50배, 경쟁사의 PER은 13배, 금호는?

고객사 PER 30~50배,
경쟁사의 PER은 13배

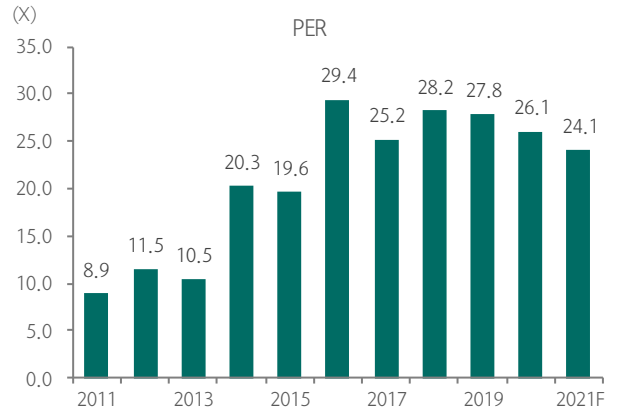
니트릴 장갑 Top 4 업체의 PER은 30~50배 수준으로 높은 성장성을 인정받고 있다. 경쟁사인 대만 Nantex는 NB Latex 글로벌 3위 업체로 2019년 기준 PER 10배, 현재 기준 PER 13배 가량의 Valuation을 부여 받고 있다. 하지만, 2020년 금호석유의 PER은 5.3배에 불과해 극도의 저평가 상태라 판단한다. 참고로, 2020년 추정 기준 니트릴 장갑업체의 ROE는 17~20%이며, Nantex의 ROE는 18% 내외다. 금호석유의 ROE 17%는 이들에 비해 전혀 뒤지지 않는다. 하지만, 금호석유의 PBR은 0.78배, 고객사의 PBR은 4~9배, 경쟁사의 PBR은 1.8배 수준에서 형성되고 있다. 절대적으로 금호석유의 저평가가 부각되는 부분이다.

그림 10. Top Glove PER 추이 및 전망



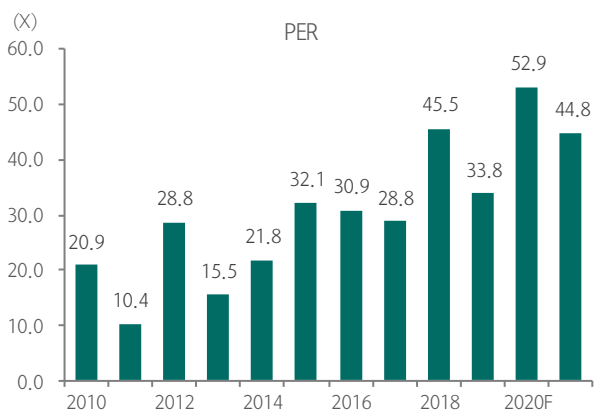
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 11. KRI의 PER 추이 및 전망



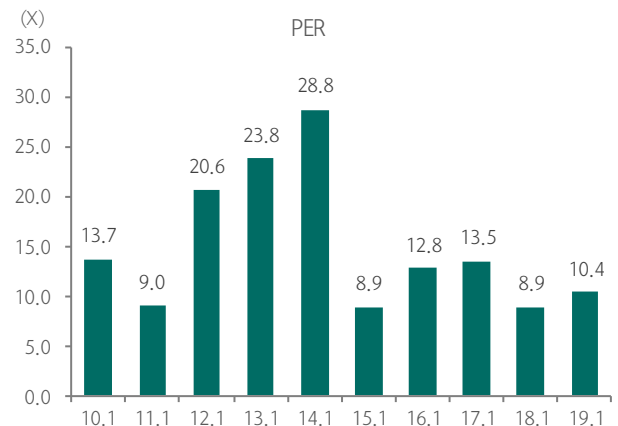
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 12. Hartalega의 PER 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 13. 대만 Nantex의 PER은 10배 이상



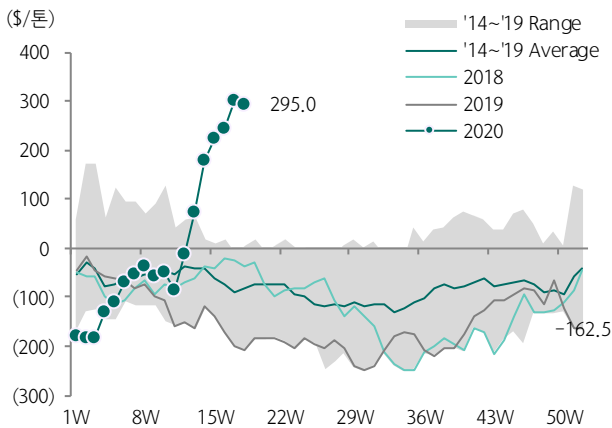
자료: Bloomberg, 하나금융투자

6. 페놀 사업부, 아세톤의 서프라이즈를 기대

페놀 사업부, 아세톤의 서프라이즈를 기대

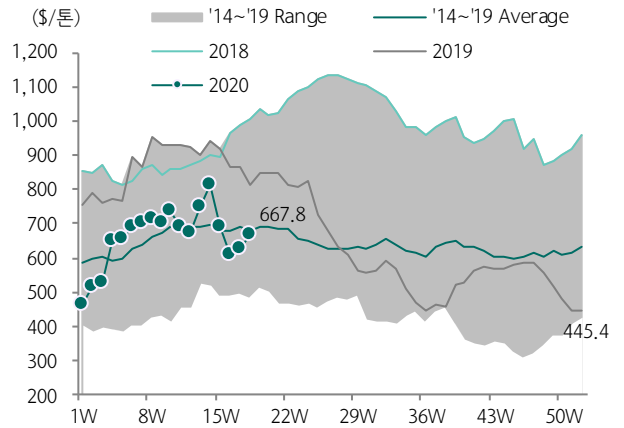
페놀사업부(금호P&B)의 판매 물량 중 40%는 BPA, 30%는 페놀, 30%는 아세톤이다. 매출액 기준으로는 아세톤의 비중이 10% 가량에 불과하지만 외부 판매 물량 기준으로는 아세톤의 판매 비중은 높은 편이다. <그림 17>은 각 제품의 벤젠 대비 스프레드를 물량 기준으로 가중 평균한 수치다. 2Q20까지 평균은 이미 1Q20 평균을 넘어섰다. 2Q20에는 아세톤의 마진이 급등한데다, BPA/페놀 또한 높은 수준의 마진을 시현 중에 있기 때문이다. 2Q20 BPA/페놀 일부 설비의 정기보수에도 불구하고 증익이 가능해 보이는 이유다. 특히, 아세톤은 2019년에는 큰 폭의 적자를 시현한 것으로 파악되기에 2020년에는 전사 이익 개선에 중추적인 역할을 할 것이다. 아세톤 마진의 급등은 주요 전방인 손세정제의 원료인 IPA의 가격이 급등했기 때문이다. 또한 BPA/페놀의 주요 전방인 PC(폴리카보네이트)는 최근 Face-Shield 및 Cashier와 고객과의 접촉을 막을 수 있는 가림판 등의 설치가 대폭 늘어나면서 우려보다 수요 감소폭이 크지는 않은 것으로 추정된다.

그림 14. 아세톤 마진 최근 급등



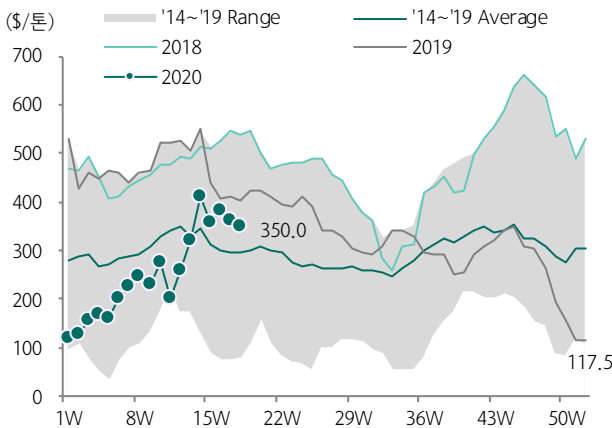
자료: Platts, 하나금융투자

그림 15. BPA 마진 견조한 흐름 지속



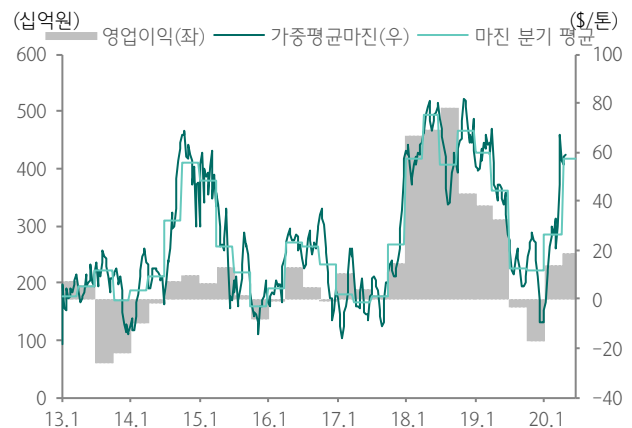
자료: Platts, 하나금융투자

그림 16. 페놀 마진 견조한 흐름 지속



자료: Platts, 하나금융투자

그림 17. 페놀사업부 영업이익과 가중평균마진 추이 비교



자료: Platts, 하나금융투자

그림 18. 식료품점에 설치된 폴리카보네이트 가림판



자료: FT, 하나금융투자

그림 19. 서비스직에서 사용하는 폴리카보네이트 Face-Shield



자료: FT, 하나금융투자

7. 1Q20 실적 Review 및 2Q20 전망

1Q20 영업이익 컨센 57% 상회

1Q20 영업이익은 1,331억원(QoQ +728%, YoY -8%)으로 컨센(848억원)을 57% 상회하는 서프라이즈였다. 합성고무/수지/페놀 모두 큰 폭 개선되었다. 특히, 합성고무 영업이익과 영업이익률은 8~9년 래 최대치를 기록했다. 참고로, 2011년 초 호황기의 합성고무 영업이익률은 15%에 육박했는데, 이번 분기 합성고무 영업이익률은 14%로 당시에 육박하는 수치를 기록했다. 이는 NB Latex를 비롯한 특수 고무의 수익성 개선에 더해, SBR/BR의 범용고무 또한 원가 하락 효과로 흑자전환 했기 때문이다. 합성수지 또한 원가 하락효과로 ABS/PS 마진이 호조를 보였고, 페놀사업 또한 BPA/페놀의 개선 하에서 아세톤까지 가세하면서 전분기 대비 흑자전환 했다.

2Q20 전분기와 유사한 수준 전망

2Q20 영업이익은 1,204억원(QoQ -10%, YoY -13%)으로 전분기와 유사한 수준을 예상한다. 전반적으로 코로나19로 인한 물량 감소 효과가 발생하는 가운데, 합성고무 사업의 영업이익률은 추가적인 개선이 예상된다. 이는 이익률이 낮은 범용고무 판매량은 저조하나, NB Latex를 포함한 특수고무는 견조한 판매량을 보이기 때문이다. 즉, 합성고무는 매출액 감소에도 불구하고 마진을 개선으로 견조한 실적이 예상된다. 페놀 또한 아세톤 마진의 급등이 페놀/BPA 정기보수 및 물량 감소를 상쇄하면서 소폭 증익이 예상된다. 하지만, 합성수지/에너지는 판매물량 감소 및 정기보수 등 영향으로 전분기 대비 감익을 예상한다.

표 1. 금호석유 1Q20 Review

	1Q20	4Q19	1Q19	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	1,225.5	1,185.7	1,275.1	-3.9	3.4	1,224.1	0.1	1,216.3	0.8
영업이익	133.1	15.9	144.2	-7.7	737.1	116.4	14.3	84.8	57.0
세전이익	139.0	16.5	143.5	-3.1	742.4	122.2	13.7	78.5	77.1
순이익	127.6	17.9	113.9	12.0	612.8	92.8	37.5	74.4	71.5
영업이익률	10.9	1.3	11.3	-0.4	9.5	9.5	1.4	7.0	3.9
세전이익률	11.3	1.4	11.3	0.1	10.0	10.0	1.4	6.5	4.9
순이익률	10.4	1.5	8.9	1.5	8.9	7.6	2.8	6.1	4.3

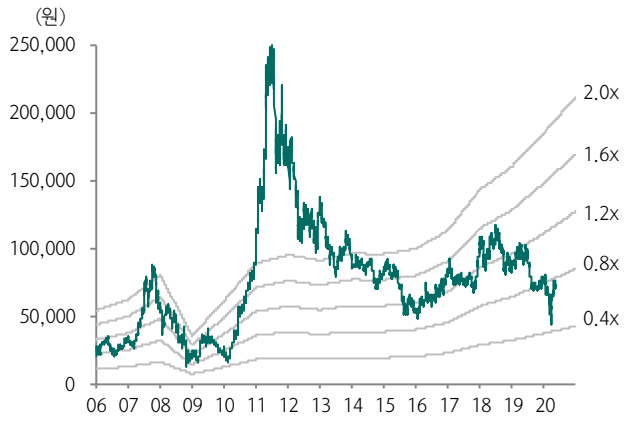
자료: 하나금융투자

표 2. 금호석유 연간 실적 추정치 변경 내역

	2020F			2021F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	4,410.0	4,597.9	-4.1	4,473.9	4,618.0	-3.1
영업이익	544.5	438.5	24.2	626.7	511.6	22.5
세전이익	568.9	461.6	23.2	662.8	544.3	21.8
순이익	454.2	350.7	29.5	503.7	413.5	21.8
영업이익률	12.3	9.5	2.8	14.0	11.1	2.9
세전이익률	12.9	10.0	2.9	14.8	11.8	3.0
순이익률	10.3	7.6	2.7	11.3	9.0	2.3

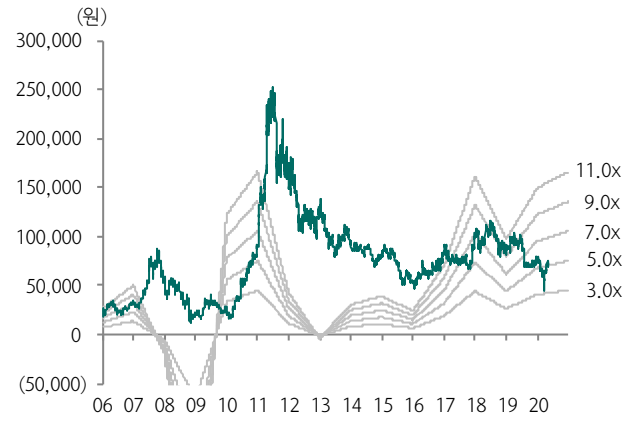
자료: 하나금융투자

그림 1. 금호석유 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 금호석유 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표1. 금호석유 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2019				FY2020				FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F				
매출액	1,275.1	1,297.1	1,220.0	1,185.7	1,225.5	1,029.1	1,088.4	1,066.9	5,584.9	4,977.9	4,410.0	4,473.9
QoQ(%)	-5.7%	1.7%	-5.9%	-2.8%	3.4%	-16.0%	5.8%	-2.0%				
YoY(%)	-4.8%	-10.0%	-15.9%	-12.3%	-3.9%	-20.7%	-10.8%	-10.0%	10.3%	-10.9%	-11.4%	1.4%
합성고무	477.3	499.9	485.8	455.2	469.3	400.9	470.4	454.9	2,015.4	1,918.2	1,795.5	1,929.7
합성수지	288.2	311.6	292.1	276.2	285.7	238.7	238.1	230.2	1,225.7	1,168.1	992.7	982.4
에너지/정밀화학	143.2	127.7	135.3	135.1	123.8	119.8	119.4	117.7	587.6	541.3	480.7	470.5
페놀(금호 P&B)	366.4	357.9	306.8	319.2	346.7	269.7	260.6	264.1	1,756.2	1,350.3	1,141.1	1,091.3
영업이익	144.2	138.9	68.7	16.1	133.1	120.4	146.1	144.9	554.6	367.9	544.5	626.7
영업이익률(%)	11.3%	10.7%	5.6%	1.4%	10.9%	11.7%	13.4%	13.6%	9.9%	7.4%	12.3%	14.0%
QoQ(%)	71.0%	-3.7%	-50.6%	-76.6%	728.1%	-9.6%	21.4%	-0.8%				
YoY(%)	-13.0%	-9.5%	-54.5%	-80.9%	-7.7%	-13.4%	112.7%	801.2%	111.2%	-33.7%	48.0%	15.1%
합성고무	49.2	61.0	43.0	8.2	65.7	60.3	75.7	73.2	110.0	161.3	274.9	324.5
영업이익률(%)	10.3%	12.2%	8.9%	1.8%	14.0%	15.0%	16.1%	16.1%	5.5%	8.4%	15.3%	16.8%
QoQ(%)	745.1%	24.1%	-29.5%	-80.9%	701.9%	-8.3%	25.6%	-3.4%				
YoY(%)	48.0%	42.2%	53.3%	40.8%	33.6%	-1.2%	76.1%	792.9%	88.8%	46.7%	70.4%	18.1%
합성수지	17.9	19.3	7.6	2.5	25.7	22.5	26.1	19.5	41.4	47.3	93.8	92.4
영업이익률(%)	6.2%	6.2%	2.6%	0.9%	9.0%	9.4%	10.9%	8.5%	3.4%	4.0%	9.5%	9.4%
QoQ(%)	흑전	8.1%	-60.7%	-67.3%	934.4%	-12.4%	15.8%	-25.1%				
YoY(%)	-25.4%	19.2%	-21.1%	흑전	43.9%	16.5%	243.2%	685.8%	-30.6%	14.3%	98.5%	-1.5%
에너지/정밀화학	39.1	26.3	21.2	22.6	27.9	18.6	23.3	23.3	145.6	109.2	93.1	93.3
영업이익률(%)	27.3%	20.6%	15.6%	16.8%	22.5%	15.5%	19.6%	19.8%	24.8%	20.2%	19.4%	19.8%
QoQ(%)	-8.8%	-32.6%	-19.6%	7.0%	23.1%	-33.3%	25.6%	0.0%				
YoY(%)	-7.0%	3.2%	-39.8%	-47.2%	-28.7%	-29.5%	10.3%	3.1%	27.7%	-25.0%	-14.8%	0.2%
페놀(금호 P&B)	38.1	32.2	-3.1	-17.2	13.9	19.0	21.0	28.9	257.3	50.0	82.7	116.4
영업이익률(%)	10.4%	9.0%	-1.0%	-5.4%	4.0%	7.1%	8.0%	10.9%	14.7%	3.7%	7.2%	10.7%
QoQ(%)	-12.6%	-15.5%	적전	적지	흑전	37.2%	10.2%	37.8%				
YoY(%)	-42.8%	-53.3%	적전	적전	-63.6%	-40.9%	흑전	흑전	739.4%	-80.6%	65.4%	40.8%
당기순이익	114.0	115.3	47.6	17.9	127.6	96.7	115.2	114.9	503.1	294.7	454.3	503.8
당기순이익률(%)	8.9%	8.9%	3.9%	1.5%	10.4%	9.4%	10.6%	10.8%	9.0%	5.9%	10.3%	11.3%
QoQ(%)	85.3%	1.1%	-58.7%	-62.4%	612.5%	-24.2%	19.1%	-0.3%				
YoY(%)	-20.7%	-34.3%	-61.2%	-70.9%	12.0%	-16.1%	142.1%	541.4%	131.1%	-41.4%	54.2%	10.9%
지배순이익	113.9	115.2	47.6	17.9	127.6	96.7	115.1	114.8	491.2	294.6	454.2	503.7

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
매출액	5,584.9	4,977.9	4,410.0	4,473.9	4,631.2	
매출원가	4,854.2	4,412.5	3,671.1	3,649.8	3,639.3	
매출총이익	730.7	565.4	738.9	824.1	991.9	
판매비	176.1	197.7	194.3	197.4	200.5	
영업이익	554.6	367.8	544.5	626.7	791.3	
금융손익	(62.8)	(49.1)	(40.0)	(28.3)	(16.7)	
종속/관계기업손익	118.1	39.0	40.0	40.0	35.0	
기타영업외손익	7.0	21.6	24.4	24.4	24.4	
세전이익	616.9	379.3	568.9	662.8	834.0	
법인세	113.8	84.6	114.6	159.1	200.2	
계속사업이익	503.1	294.7	454.3	503.8	633.8	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	503.1	294.7	454.3	503.8	633.8	
비지배주주지분순이익	11.9	0.1	0.1	0.1	0.1	
지배주주순이익	491.2	294.6	454.2	503.7	633.7	
지배주주지분포괄이익	472.6	317.3	454.1	503.6	633.6	
NOPAT	452.3	285.7	434.8	476.3	601.4	
EBITDA	764.1	570.5	725.7	802.0	792.7	
성장성(%)						
매출액증가율	10.3	(10.9)	(11.4)	1.4	3.5	
NOPAT증가율	129.4	(36.8)	52.2	9.5	26.3	
EBITDA증가율	59.0	(25.3)	27.2	10.5	(1.2)	
영업이익증가율	111.2	(33.7)	48.0	15.1	26.3	
(지배주주)순이익증가율	130.0	(40.0)	54.2	10.9	25.8	
EPS증가율	130.0	(40.0)	54.2	10.9	25.8	
수익성(%)						
매출총이익률	13.1	11.4	16.8	18.4	21.4	
EBITDA이익률	13.7	11.5	16.5	17.9	17.1	
영업이익률	9.9	7.4	12.3	14.0	17.1	
계속사업이익률	9.0	5.9	10.3	11.3	13.7	
투자지표						
주당지표(원)						
EPS	14,667	8,796	13,561	15,039	18,921	
BPS	71,284	79,684	92,025	105,393	122,644	
CFPS	23,300	17,997	20,975	23,253	22,975	
EBITDAPS	22,814	17,035	21,668	23,946	23,668	
SPS	166,758	148,634	131,676	133,585	138,280	
DPS	1,350	1,500	2,000	2,000	1,500	
추가지표(배)						
PER	6.0	8.8	5.3	4.8	3.8	
PBR	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6	
PCFR	3.7	4.3	3.4	3.1	3.1	
EV/EBITDA	5.3	6.0	3.7	2.6	1.9	
PSR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	
재무비율(%)						
ROE	23.4	11.8	16.0	15.4	16.8	
ROA	10.7	6.4	9.7	9.9	11.2	
ROIC	15.5	9.8	15.5	17.7	23.1	
부채비율	96.6	72.6	60.1	52.6	48.2	
순부채비율	53.6	36.6	12.5	(4.8)	(19.4)	
이자보상배율(배)	9.7	8.4	14.0	16.2	19.6	

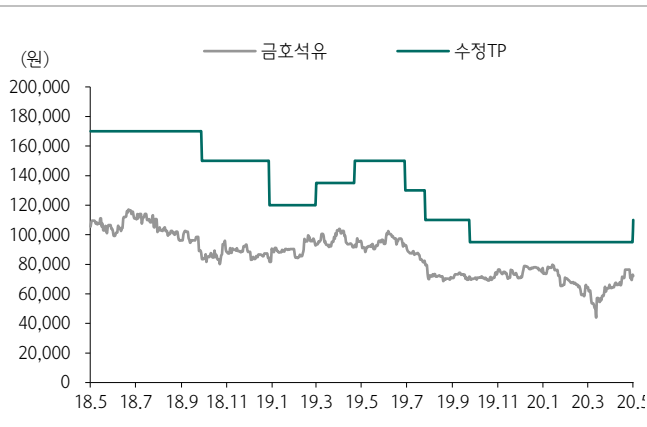
자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
유동자산	1,348.7	1,261.4	1,713.1	2,204.2	2,886.2	
금융자산	200.0	196.8	775.8	1,324.5	2,047.3	
현금성자산	101.8	127.8	714.6	1,262.5	1,983.1	
매출채권 등	667.8	584.6	511.7	447.9	392.0	
재고자산	471.6	469.5	415.9	421.9	436.8	
기타유동자산	9.3	10.5	9.7	9.9	10.1	
비유동자산	3,268.0	3,276.6	3,157.7	3,123.5	3,141.7	
투자자산	862.8	893.1	822.2	830.2	849.8	
금융자산	23.9	24.5	21.7	22.0	22.8	
유형자산	2,365.6	2,296.0	2,249.8	2,209.2	2,209.2	
무형자산	14.3	13.6	11.7	10.1	8.8	
기타비유동자산	25.3	73.9	74.0	74.0	73.9	
자산총계	4,616.7	4,538.0	4,870.8	5,327.7	6,027.9	
유동부채	1,758.9	1,275.6	1,209.1	1,216.6	1,335.0	
금융부채	1,085.3	649.2	648.5	648.5	748.7	
매입채무 등	556.2	542.7	480.8	487.8	504.9	
기타유동부채	117.4	83.7	79.8	80.3	81.4	
비유동부채	509.7	632.8	618.7	620.3	624.2	
금융부채	372.4	508.8	508.8	508.8	508.8	
기타비유동부채	137.3	124.0	109.9	111.5	115.4	
부채총계	2,268.6	1,908.5	1,827.8	1,836.9	1,959.2	
지배주주지분	2,347.3	2,628.7	3,042.0	3,489.7	4,067.5	
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5	
자본잉여금	356.6	356.5	356.5	356.5	356.5	
자본조정	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)	
기타포괄이익누계액	(60.9)	(41.6)	(41.6)	(41.6)	(41.6)	
이익잉여금	1,924.6	2,186.7	2,600.0	3,047.7	3,625.5	
비지배주주지분	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	
자본총계	2,348.1	2,629.6	3,043.0	3,490.8	4,068.7	
순금융부채	1,257.7	961.2	381.5	(167.2)	(789.7)	
현금흐름표						
영업활동 현금흐름	484.6	557.7	644.3	707.2	664.5	
당기순이익	503.1	294.7	454.3	503.8	633.8	
조정	183.2	169.7	142.6	136.7	(32.2)	
감가상각비	209.4	202.8	181.2	175.3	1.4	
외환거래손익	4.7	1.7	1.5	1.5	1.5	
지분법손익	(118.1)	(39.0)	(40.0)	(40.0)	(35.0)	
기타	87.2	4.2	(0.1)	(0.1)	(0.1)	
영업활동자산부채변동	(201.7)	93.3	47.4	66.7	62.9	
투자활동 현금흐름	(190.7)	(136.0)	(15.9)	(103.4)	11.8	
투자자산감소(증가)	23.5	7.8	110.8	32.0	15.4	
유형자산감소(증가)	(128.6)	(162.4)	(133.1)	(133.1)	0.0	
기타	(85.6)	18.6	6.4	(2.3)	(3.6)	
재무활동 현금흐름	(426.4)	(395.7)	(41.6)	(55.9)	44.3	
금융부채증가(감소)	(362.4)	(299.7)	(0.7)	0.1	100.2	
자본증가(감소)	90.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(126.7)	(59.2)	0.0	(0.1)	(0.0)	
배당지급	(27.3)	(36.7)	(40.9)	(55.9)	(55.9)	
현금의 증감	(132.6)	26.0	586.8	547.9	720.6	
Unlevered CFO	780.3	602.7	702.5	778.8	769.5	
Free Cash Flow	350.5	385.0	511.2	574.1	664.5	

(단위: 십억원)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

금호석유



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.11	BUY	110,000		
19.10.4	BUY	95,000	-26.86%	-16.11%
19.8.5	BUY	110,000	-34.89%	-32.45%
19.7.9	BUY	130,000	-33.57%	-30.31%
19.5.2	BUY	150,000	-36.73%	-31.67%
19.3.11	BUY	135,000	-28.41%	-22.96%
19.1.7	BUY	120,000	-24.52%	-17.08%
18.10.8	BUY	150,000	-41.85%	-36.07%
18.5.13	BUY	170,000	-38.20%	-31.18%
18.4.16	BUY	150,000	-33.37%	-27.33%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.3%	8.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 8일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 05월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2020년 05월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.